

The *Financial Stability Review* No. 17 focuses on over-the-counter (OTC) derivatives. It is a complement to the issue of the FSR published in 2010 on a similar topic. Due to important regulatory developments aiming at compulsory central clearing for all standardised OTC derivatives by the end of 2012, a first stocktaking exercise is deemed necessary to measure progress performed so far, as well as to identify both the remaining obstacles and new challenges ahead. It particularly investigates the emergence of new practices, new players and new potential risks in OTC derivatives markets. This new issue of the FSR provides wide ranging views on OTC derivatives reforms, emanating from most prominent experts in the field.

The current issue of the FSR is organised along seven main themes :

- I) Regulatory progress
- II) Consistency of international rules and extraterritoriality
- III) Trade repositories, transparency and prevention tools to mitigate systemic risk
- IV) Credit default swaps and financial stability
- V) Central counterparties
- VI) Collateral
- VII) New challenges ahead

The abstracts of the various articles can be found below in the following pages.

## REGULATORY PROGRESS

### Completing the G20 reform agenda for strengthening over-the-counter derivatives markets

MARK CARNEY

Governor, Bank of Canada, Chair, Financial Stability Board

Significant progress has been made in developing and implementing the agreed G20 reforms mandating that all transactions in over-the counter (OTC) derivatives be reported to trade repositories and that all standardised contracts be cleared through central counterparties and traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate. There has also been solid progress in developing the necessary international policies and principles for these infrastructures, including the CPSS-IOSCO "Principles for Financial Market Infrastructures". In addition, work on establishing the four safeguards for global central clearing is well advanced.

Indeed, many jurisdictions have made the required decisions regarding their approach to central clearing. A recent Financial Stability Board (FSB) progress report found that the necessary market infrastructure is in

place for all asset classes of OTC derivatives, but usage of this infrastructure has been slow to expand because of regulatory uncertainties. For example, many FSB jurisdictions have not yet finalised their legislation and rules regarding OTC derivatives. As well, cross-border issues with respect to conflicts, inconsistencies, overlaps and gaps in these rules need to be addressed and resolved. In particular, more work is needed on capital and margin requirements, the definition of standardised, access to data in trade repositories, and compatible formats for data aggregation.

While much progress was made in advance of the agreed G20 deadline of end-2012, work has continued into 2013. Despite the extended time frame for full implementation, FSB members remain committed to fulfilling the G20's vision for efficient and resilient OTC derivatives markets.

---

## Regulatory reforms for OTC derivatives: past, present and future

STEFAN INGVES

Governor, Sveriges Riksbank, Chairman, Basel Committee on Banking Supervision

The economic and financial crisis starting in 2007 revealed significant weaknesses in the resiliency of banks and other market participants to financial and economic shocks. In the context of over-the-counter (OTC) derivatives, which total hundreds of trillions of dollars in notional amounts, the crisis showed that improved regulation of OTC derivatives and markets, together with enhanced market transparency, would be necessary to limit excessive and opaque risk-taking through OTC derivatives and to reduce the systemic risk posed by OTC derivatives transactions, markets and practices.

In consequence, the G20 leaders mandated a comprehensive reform of OTC derivatives markets to reduce systemic contagion and spillover risks. Specifically, they agreed that OTC derivative contracts should be reported to trade repositories, and that all standardised OTC derivatives contracts should be cleared through central counterparties (CCPs) and, where appropriate, traded on exchanges or electronic trading platforms. They further stipulated that non-centrally cleared

contracts should be subject to higher capital requirements and that margining standards should be developed for non-centrally cleared trades.

The G20 statement gave impetus to a number of related global initiatives, including work on enhanced regulation of financial infrastructures, capitalisation of financial institutions' exposures to CCPs, and collateralisation of bilateral trades. To achieve the G20's desired outcome of promoting system-wide stability, it is vital that these reforms incentivise financial institutions to use standardised contracts and to clear through a CCP.

This article highlights the pre-crisis conditions in OTC derivatives markets that necessitated reform, details recent and ongoing regulatory efforts to address those shortcomings and to promote system-wide stability, and concludes by discussing plans to assess the impact of the reform programme and potential issues that will need to be monitored as markets respond to the new regulatory framework.

---

## Overview of international work towards OTC derivatives markets reform and remaining challenges

MASAMICHI KONO

Chairman of the Board, International Organization of Securities Commissions, Co-Chair, CPSS-IOSCO Steering Group, Vice Commissioner for International Affairs, Financial Services Agency of Japan

This article delineates the initiatives taken by standard setting bodies including International Organization of Securities Commissions, for which the author serves as Chairman of the Board to set up international standards, as well as efforts made by regulators of major over-the-counter (OTC) derivatives jurisdictions,

to fulfill the Pittsburgh G20 leaders' commitment on OTC derivatives market reform. The aim of the article is to provide an overview of reforms undertaken by both of international organisations and major national authorities in the last few years, as well as major challenges ahead to be addressed.

## CONSISTENCY OF INTERNATIONAL RULES AND EXTRATERRITORIALITY

### International cooperation: a *sine qua non* for the success of OTC derivatives markets reform

MICHEL BARNIER

Commissioner for Internal Market and Services, European Commission

The international dimension of the reform of over-the-counter derivatives markets is absolutely vital for its success: at end-2011, notional outstanding on these markets amounted to approximately EUR 700 trillion. The initiative to reform these markets was launched by the G20's international commitments agreed to in Pittsburgh in September 2009 and in Cannes in 2011. These commitments outline the objectives of the reform: mandatory centralised clearing, standardisation, reporting to trade repositories, collateral exchanges for non-centrally-cleared contracts. In order to achieve these international objectives, each country

must first adopt appropriate "domestic" legislation. While reform is effectively being implemented internationally (notably via the Dodd-Frank Act in the United States and European Market Infrastructure Regulation – EMIR in Europe), it is more than ever crucial that the new rules established at national levels should function smoothly at the global level. To achieve this goal, two conditions must be satisfied: first, there must be adequate harmonisation of the regulatory content and second, there should be effective international mechanisms for coordinating the application of national rules.

### Containing extraterritoriality to promote financial stability

CHARLES H. DALLARA

Former Managing Director, Institute of International Finance

The extraterritorial effect of national regulations has become a topic of acute concern with the intensification of regulatory measures after the financial crisis, notwithstanding the G20's efforts to promote global standards of financial-industry regulation. This article points out the need for high-level attention to the practical complexities, intrusiveness and inefficiencies arising from the extraterritorial reach of specific national legislation. Adequately strengthening and promoting

international coordination of financial regulation is of the essence in order to prevent regulatory arbitrage and avoid fragmentation. It highlights the fundamental role the Financial Stability Board should play to foster more coordinated and sustained international efforts to minimise extraterritoriality of national rules and manage down inefficiencies in order to facilitate the smooth achievement of G20 objectives and to eliminate barriers to doing business on a cross-border basis.

---

## International swaps market reform – Promoting transparency and lowering risk

GARY GENSLER

*Chairman, Commodity Futures Trading Commission*

In 2010, the US Congress passed the historic Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act). The CFTC is more than 80 percent complete with Dodd-Frank Act swaps market reform rulewriting, and now the marketplace is increasingly shifting to implementation of common-sense rules of the road.

Swaps market reform is about ensuring the vast derivatives marketplace serves the rest of the economy.

In the aftermath of the 2008 global financial crisis, the G20 leaders agreed that it was time to bring transparency and oversight to the opaque swaps market. Since then, there has been significant global progress on reform. We continue to work in a coordinated way to implement the critical reforms agreed to in the aftermath of the global financial crisis. Regulators around the globe are making great progress, but we all must complete the task to bring transparency to these markets and protect the public.

---

## CPSS-IOSCO Principles for financial market infrastructures: vectors of international convergence

DANIELA RUSSO

*Director General of the Directorate General Payments and Market Infrastructure, European Central Bank*

New and more demanding international standards for payment, clearing and settlement systems, including central counterparties (CCPs) have been issued in April 2012 by the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) and International Organization of Securities Commissions (IOSCO). These “Principles for financial market infrastructures” will provide important support for the G20 strategy to make the financial system more resilient by promoting central clearing and trade reporting of over-the-counter derivatives. CPSS and IOSCO members strove to adopt the new standards by the end of 2012. Financial market infrastructures (FMIs) are expected to observe the standards as soon as possible. Regulators and the financial industry worldwide need to work hand in hand to ensure international convergence in the ongoing implementation process.

This article reviews and assesses how the Principles contribute to the global agenda for reforming financial markets, outlines the various roles and functions that the new Principles have for FMIs and regulators, explains the motivation for reviewing regulatory standards for FMIs, and sets out in greater detail the new and strengthened regulatory requirements that have come out of the review process. It emphasizes the importance of consistent implementation at global level for achieving regulatory convergence and explains how the international regulatory community intends to proceed towards this end. Finally, the article sketches some of the core elements of ongoing work in view of developing a recovery and resolution framework for FMIs.

# TRADE REPOSITORIES, TRANSPARENCY AND PREVENTION TOOLS TO MITIGATE SYSTEMIC RISK

---

## A transparency standard for derivatives

**VIRAL V. ACHARYA**

*Professor of Finance, New York University Stern School of Business*

Derivatives exposures across large financial institutions often contribute to – if not necessarily create – systemic risk. Current reporting standards for derivatives exposures are nevertheless inadequate for assessing these systemic risk contributions. In this paper, the author explains how a transparency standard, in contrast to the current standard, would facilitate such risk analysis. He also demonstrates that such a standard is implementable by providing examples of existing disclosures from large

dealer firms in their quarterly filings. These disclosures often contain useful firm-level data on derivatives, but due to a lack of standardisation, they cannot be aggregated to assess the risk to the system. He highlights the important contribution that reporting the “margin coverage ratio”, namely the ratio of a derivatives dealer’s cash (or liquidity, more broadly) to its contingent collateral or margin calls in case of a significant downgrade of its credit quality, could make toward assessing systemic risk contributions.

---

## New infrastructures for a sounder financial system

**MICHAEL C. BODSON**

*President and Chief Executive Officer, The Depository Trust & Clearing Corporation*

In the current transactions-based financial system, systemic breakdowns associated with liquidity failures become more likely when market participants and regulators have

imperfect information about the potential liquidity flows and risk distribution in the system. Trade repositories are designed, in part, to address this problem.

---

## **The importance of data quality for effective financial stability policies – Legal entity identifier: a first step towards necessary financial data reforms**

**NIGEL JENKINSON**

*Adviser, Financial Stability Board*

**IRINA S. LEONOVA**

*Member of Secretariat, Financial Stability Board*

The success of any type of risk management activity, including financial stability monitoring and policy implementation, depends on the quality, completeness and timeliness of the data underpinning the analysis. The recent breakdown in some over-the-counter (OTC) derivatives markets is often attributed to the opaqueness of the markets and a lack of consistent, accurate data to support both internal (risk management) and external (regulatory supervision) analysis. The quality of data in the markets from which OTC derivatives “derive” is not generally perceived to be much better. In practice, the sharp increase in the global interconnectedness of financial markets has necessitated a shift in the analytical approach for financial stability monitoring and policy development from a historic institution by institution and sector based framework to a new framework that focuses

on risks to the system as a whole and that analyses the financial system as a complex adaptive system. The new framework requires investment in new approaches to financial data based on the uniform representation and definition (standardisation) of the key elements, whether referencing an entity, a product, an instrument, a contract, etc. Such elements may be regarded as building blocks which together allow flexible data aggregation to support multiple policy objectives. While there has been substantial progress in the global initiative to standardise the identification of entities in a universally acceptable manner, through the legal entity identifier system, the broader and more complex question of the standardisation of the depiction of financial products/instruments/contracts across markets and geographies remains an important challenge for policy makers to address.

---

## **Transparency and financial stability**

**RODRIGO BUENAVENTURA**

*Head of the Markets Division, European Securities and Markets Authority*

**VERENA ROSS**

*Executive Director, European Securities and Markets Authority*

Insufficient transparency was one of the shortcomings that financial markets showed in the midst of the financial crisis. It affected not only derivatives, but also fixed income and structured products markets. A certain debate has arisen around regulatory initiatives to increase transparency on non-equities markets and especially on derivatives. The relation with liquidity is at the center of that debate and it is also linked to elements such as the level of central clearing of derivatives and

the structure of the derivatives industry. In Europe, several initiatives are set to change the way derivatives are cleared and traded and financial stability is at the center of the logic behind them. We analyse in this article the main elements to consider when addressing the increased pre- and post-trade transparency on derivatives markets, its relation with liquidity and efficiency and its implications on market structure, financial stability and investor protection.

## CREDIT DEFAULT SWAPS AND FINANCIAL STABILITY

### Assessing contagion risks in the CDS market

**MARKUS BRUNNERMEIER**

*Edwards S. Sanford Professor of Economics, Princeton University*

**LAURENT CLERC**

*Director Financial Stability, Banque de France*

**MARTIN SCHEICHER**

*Principal Economist, European Systemic Risk Board*

The authors assess the risk of contagion stemming from credit default swap (CDS) exposures. Based on a unique dataset provided both by the Depository Trust and Clearing Corporation and the European Securities and Markets Authority, they analyse the main features of the CDS market for European reference entities. They find that activity in this market is concentrated on a group of bank-type global derivative dealers, which they refer to as “super-spreaders”, given their high level of interconnectedness. The authors then carry out contagion analyses which tend to show that domino effects in the

network of direct CDS exposures are unlikely to generate big disasters. Nevertheless significant contagion effects can arise from direct exposures to underlying assets, such as government bonds, or also from margin calls and collateral requirements generated by portfolios losses in correlated assets. Overall, contagion effects therefore arise more from indirect interconnectedness than from direct contractual links among market participants. The paper draws some tentative policy lessons for monitoring and mitigating contagion risks and raises some issues regarding on-going discussions on over-the-counter derivatives.

### Why the Greek CDS settlement did not lead to the feared meltdown

**VIRGINIE COUDERT**

*Financial Stability Directorate, Banque de France*

**MATHIEU GEX**

*Economics and International and European Relations Directorate, Banque de France*

Prospects for a restructuring of Greek debt gave rise to: 1/ strong fears of an amplification of systemic risk associated with doubts as to whether the European financial system would be able to cope with a sovereign default; 2/ discussions about whether the credit default swaps (CDSs) would be triggered, which raised questions concerning the role of CDSs as instruments for hedging sovereign risk. However, CDSs on Greek sovereign bonds were indeed settled without precipitating a crisis. Like in the previous settlements, three main factors explain

this smooth functioning. First, the fact that settlement only involved participants' net positions, which greatly reduced the amounts at stake. Second, protection sellers had set aside provisions to cover the amounts required for settlement through regular margin calls, especially in the case of Greece as the default had long been expected. Third, the usual auction procedure that determines the recovery rate ensured that the amounts paid out by protection sellers offset the bond-holders' shortfall vis-à-vis the face value of their bonds.

## CENTRAL COUNTERPARTIES

---

### CCPs as instruments of stability and risk mitigation

**JACQUES AIGRAIN**

*Chairman, LCH.Clearnet*

The Lehman Brothers insolvency and LCH.Clearnet's successful management of its default in 2008 were a major driver for the G20's decision to mandate clearing of over-the-counter derivatives. The benefits to systemic stability of central clearing was further proven by the successful wind-down of MF Global's positions following its bankruptcy in 2011.

Central counterparties (CCPs) are being further strengthened under regulation coming into effect in Europe and around the world. However, as national authorities have to work within their existing mandates and structures, differences of detail have arisen. It is important that work

on ensuring equivalence between jurisdictions comes to fruition. Work remains to be completed in related areas including CCP recovery and resolution and the treatment of uncleared derivatives, and it will only be as these develop that the full impact can be assessed.

Market structures will evolve and adapt to the new framework which will be further affected by the incoming regulations concerning access and interoperability. While any developments that might threaten systemic stability should be avoided, competition and efficiency driven by user choice should bring significant benefits to market users.

---

### Incentive compatible centralised clearing

**BRUNO BIAIS**

*Researcher, Toulouse School of Economics*

**FLORIAN HEIDER**

*Senior Economist, Financial Research Division, European Central Bank*

**MARIE HOEROVA**

*Economist, Financial Research Division, European Central Bank*

Policy-makers around the world recognise central clearing counterparties (CCPs) as a key tool to enhance financial stability. Recent research supports the arguments for an increased role for CCPs. CCPs can insure against counterparty risk through mutualisation, enable implementation of adequate margin requirements, save on collateral through greater netting efficiency and promote transparency in the market. The authors point out, however, that information

asymmetries matter for clearing and that there may be a trade-off between ex post insurance and ex ante incentives. To be beneficial central clearing must therefore be incentive compatible. The authors discuss how risk management practices of CCPs can be designed to mitigate incentive problems. CCPs themselves must be properly governed, supervised and their competitive environment carefully monitored.

---

## Access to central counterparties: why it matters and how it is changing

**TIMOTHY LANE**

*Deputy Governor, Bank of Canada*

**JEAN-PHILIPPE DION**

*Financial Markets Department, Bank of Canada*

**JOSHUA SLIVE**

*Financial Markets Department, Bank of Canada*

The G20 leaders' commitment that all standardised over-the-counter (OTC) derivatives should be centrally cleared is intended to increase the transparency, safety and resilience of the global financial system. Achieving these objectives depends importantly on the conditions under which market participants can obtain access to central clearing counterparties (CCPs). Until recently, access criteria for some major OTC derivatives CCPs – developed in the era of voluntary clearing – admitted only the largest global dealers as direct clearing members and offered limited

indirect clearing. There was thus the concern that increased central clearing of OTC derivatives would exacerbate the concentration of risk in those institutions. Partly in response to such concerns, principles and rules have been put in place to broaden access to major global CCPs.

This article discusses the implications of clearing access arrangements for economic efficiency, for the safety of the CCP and for systemic risk. It also reviews steps that have been taken to ensure fair and open access.

---

## Central counterparties in evolving capital markets: safety, recovery and resolution

**PAUL TUCKER**

*Deputy Governor, Financial Stability, Bank of England*

*Chairman, Committee on Payment and Settlement Systems*

*Chairman, Financial Stability Board Steering Group on Resolution*

Capital markets – whether for raising funds or transferring risk – are a vital part of financial system. Perhaps even more so in the years ahead as banking is reregulated. The international authorities are working together to simplify the network of transactions by mandating that standardised over-the-counter (OTC) derivatives are centrally cleared. That entails a concentration of risk around central counterparties (CCPs) and so relies upon them being safe and sound. CCPs' risk management

is a first line of defence: managing clearing-member positions to reduce the likelihood of default; ensuring financial mitigants to cover potential losses are adequate. Should mitigants be exhausted, CCPs need a comprehensive recovery plan, including *ex ante* arrangements to mutualise remaining losses amongst surviving members. In case the plan fails, the authorities must be able to resolve a CCP safely without recourse to public funds.

## COLLATERAL

---

### Collateral and new offers for an optimised management: an industrial revolution

MARC-ANTOINE AUTHEMAN

*Chairman, Euroclear*

The more cautious approach of market participants together with initiatives by regulators regarding the structure of the derivatives market have accentuated the use of collateral to secure market exposures over the past years and will probably continue to do so for many more to come.

This article examines the actual and rapid mobilisation of the eligible collateral, irrespective of where it is held and in what form – either to meet a permanent need or to respond to crisis situations. To address this question, the author considers a market place comprising a central securities depository, such as Euroclear, and the community of domestic and international banks that are also its clients. Indeed, this approach provides for a large, open and neutral

market for mobilising collateral and sets out to dismantle the technical and commercial barriers that fragment and raise the costs of its management. This infrastructure is known as a collateral highway, as opposed to the narrower concept of a collateral hub. The aim is to be able to exchange, in different places (not just one recognised place) and among participating depositories, collateral in the form of any asset provided that it is recognised as eligible by private lenders, clearing houses or central banks.

It will take time to create this large market place but significant steps will have been taken before the end of the year. Already, all securities held with Euroclear, or with a national or international depository, can be mobilised and easily substituted.

---

### Collateral scarcity and asset encumbrance: implications for the European financial system

AERDT HOUBEN

*Director, Financial Stability Department, De Nederlandsche Bank*

JAN WILLEM SLINGENBERG

*Economist, Financial Stability Department, De Nederlandsche Bank*

In the financial sector, there is increasing demand for high quality collateral assets that combine liquidity with low credit risk. This is fuelled by greater risk aversion since the onset of the global financial crisis in 2008 and by regulatory initiatives such as collateral requirements in derivatives markets and liquidity requirements for banks. In turn, increasing collateral use is boosting the share of encumbered assets on banks' balance sheets. This may have adverse implications for the financial system. Collateral use adds to complexity, opacity and interconnectedness

between financial market participants. Asset encumbrance also reduces the scope for bail-in given less residual assets for unsecured creditors. Beyond this, increasing collateral use exacerbates procyclicality stemming from haircuts, margin requirements and collateral eligibility. Taking a European perspective, this article maps out the recent rise in collateral demand and asset encumbrance, investigates the implications and sketches policy options, including greater transparency, prudential limits, better guarantee pricing and tighter risk management practices.

---

## OTC derivatives market – regulatory developments and collateral dynamics

MANMOHAN SINGH

Senior Economist, Research Department, International Monetary Fund

In the coming years, unconventional monetary policy by central banks, regulatory demand for collateral, custodian efforts to build a collateral highway, collateral re-use rate, etc. will all impact the global demand/supply for collateral. The changing collateral space will look

very different than the past. This article looks at the recent regulatory requirements for the over-the-counter derivatives market (central counterparties and non-cleared trades) and new risks that will shape this market.

## LOOKING AHEAD

---

### OTC derivatives: ensuring safe, efficient markets that support economic growth

STEPHEN O'CONNOR

Chairman, International Swaps and Derivatives Association

In 2009, the G20 committed to strengthening the financial system and improving the over-the-counter derivatives markets by increasing regulatory transparency and reducing credit risk. Three years on, the industry is delivering, with significant progress made in increasing usage of central clearing facilities and in nearly universal centralised trade reporting by dealers.

Today, however, the global financial system and market participants face new challenges and risks. Proposed

collateral requirements for non-centrally-cleared derivatives may be pro-cyclical and exacerbate, instead of alleviate financial market stress. Short-selling and other restrictions threaten prudent risk management and investment in the European economy.

Overcoming these challenges is important to ensuring robust, stable financial markets, as well as a strong, growing and productive economy.

---

## Consequences of the new regulatory landscape on OTC derivatives trading

FRÉDÉRIC OUDÉA

Chairman and Chief Executive Officer, **Société Générale**

Derivatives are a vital mechanism of risk-transfer, and are an essential tool for banks in providing financing and risk-management solutions to clients. They are used by every type of company in every type of industry in every part of the world. During the financial crisis, derivatives were perceived to have had a negative influence and consequently policymakers and others moved to strengthen the market and build a more robust financial system. Four years later, we need to ask: are we on the right track and headed in the right direction? To answer these questions, we need to first understand the real lessons of the financial crisis. It is increasingly clear that over-the-counter (OTC) derivatives performed their risk-transfer function effectively during this period. Key regulatory initiatives, including clearing and transparency, are making the system safer. But the impacts of further initiatives are unclear and may well lead to undesirable outcomes such as:

- significantly increasing costs to derivatives users and particularly end-users;

- leading to more cross-border fragmentation of markets;
- increasing regulatory risk as implementing measures with broad structural impact are drafted under stressed conditions (particularly acute in European Union where there is no possible relief via US-style non-action letters);
- curtailing innovation as tailor-made solutions fall victim to the pressure for standardisation (including margin requirements).

All of this has the potential to make the cost of transferring non-standard risk prohibitive, potentially increasing risk in the system.

As banks move forward out of the crisis, seeking to provide the best solutions to their customers' needs and to finance the growth of the economy and industry, they must continue to engage constructively with regulators on financial reform. The task collectively facing regulators and industry is complex but essential.

---

## Will the new regulatory regime for OTC markets impede financial innovation?

AVINASH D. PERSAUD

Chairman, **Intelligence Capital Limited**; **Gresham College and London Business School**

Central clearing and settlement for standardised products provides private and systemic benefits with few costs. The required central clearing of non-standardised products would not be a good idea. To get the balance right, there should be some costs (be it capital adequacy or other) for non-central clearing and settlement which would encourage all standardised products to be centrally cleared, but allowing for non-standard products to exist

if they can justify their existence through the added regulatory costs. There are some competition concerns. The regulatory requirement for central clearing gives monopolistic powers to clearers and vertically integrated institutions and there needs to be a counter-veiling competitive pressure such as the requirement of central clearers to accept clearing from different trade execution platforms.

La Revue de la stabilité financière n° 17 est consacrée aux produits dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC). Elle fait suite à la RSF publiée en 2010 et portant sur le même thème. En raison des importantes évolutions de la réglementation visant à rendre obligatoire la compensation centralisée pour l'ensemble des produits dérivés OTC standardisés avant fin 2012, un premier état des lieux s'impose afin de mesurer les progrès réalisés jusqu'à présent et d'identifier les obstacles qui subsistent ainsi que les nouveaux défis à venir. Elle examine plus particulièrement l'apparition de nouvelles pratiques, de nouveaux acteurs et de nouveaux risques potentiels sur les marchés de produits dérivés OTC. Cette nouvelle édition de la RSF présente un large éventail de points de vue, recueillis auprès d'éminents experts, concernant les réformes des marchés de produits dérivés OTC.

La présente édition de la RSF s'articule autour des sept principaux thèmes suivants :

- I) Les progrès en matière de réglementation
- II) La cohérence des règles internationales et l'extraterritorialité
- III) Les référentiels centraux de données, la transparence et les outils de prévention face au risque systémique
- IV) Les *swaps* de défaut de crédit et la stabilité financière
- V) Les contreparties centrales
- VI) Le collatéral
- VII) Perspectives d'avenir

Vous trouverez, dans les pages suivantes, les résumés des différents articles.

## LES PROGRÈS EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION

### La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré

MARK CARNEY

Gouverneur, Banque du Canada, Président, Conseil de stabilité financière

Des progrès importants ont été accomplis dans l'élaboration et la mise en œuvre des réformes décidées par le G20, qui exigent que toutes les opérations sur dérivés de gré à gré fassent l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données et que les contrats standardisés soient compensés par des contreparties centrales (CCP) et échangés sur des bourses ou des plates-formes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu. L'établissement des politiques et des principes internationaux appropriés régissant ces infrastructures, notamment les « Principes relatifs à l'infrastructure des marchés financiers » énoncés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), va bon train. De plus, la mise en place des quatre garde-fous encadrant la compensation par des CCP mondiales est avancée.

De fait, de nombreux pays ont déjà pris les décisions nécessaires pour mettre en œuvre leur approche à l'égard de la compensation centralisée. Dans un récent rapport intérimaire, le Conseil de stabilité financière (CSF) indique que l'essentiel des infrastructures a été mis

en place pour toutes les catégories de dérivés de gré à gré, mais que le rythme auquel progresse le recours à ces infrastructures a ralenti, en raison d'incertitudes entourant la réglementation. D'une part, un grand nombre d'États membres du CSF n'ont pas encore fini d'ajuster leurs lois et règles sur les dérivés de gré à gré et, d'autre part, les divergences entre pays qui sont liées à des incompatibilités, à des incohérences, à des chevauchements et à des vides entre leurs règles n'ont pas été résolues. En particulier, il reste encore beaucoup à faire relativement aux exigences de fonds propres et de marges, à la définition de « standardisé », à l'accès aux données des référentiels centraux, ainsi qu'à la compatibilité des formats de données en vue du regroupement de celles-ci.

Bien que des progrès considérables aient été effectués avant l'échéance de la fin 2012 dont le G20 avait convenu, une partie du travail a dû être reportée à 2013. En dépit de l'allongement des délais qu'elle exigera, les États membres du CSF demeurent déterminés à réaliser la vision du G20 à l'endroit de marchés des dérivés de gré à gré efficaces et résilients.

---

## Réforme de la réglementation des produits dérivés de gré à gré : passé, présent et futur

STEFAN INGVES

Gouverneur, Banque royale de Suède (Sveriges Riksbank), Président, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

La crise économique et financière qui a débuté en 2007 a révélé d'importantes faiblesses dans la résilience des banques et des autres intervenants de marché face aux chocs financiers et économiques. Concernant les produits dérivés échangés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC), dont le montant notionnel totalise plusieurs centaines de milliers de milliards de dollars, la crise a montré qu'une amélioration de la réglementation des dérivés et des marchés OTC, assortie d'une plus grande transparence des marchés, serait nécessaire pour éviter une prise de risques excessive et opaque, et ainsi atténuer le risque systémique induit par les transactions sur dérivés OTC, leurs marchés et leurs pratiques.

En conséquence, les chefs d'État et de gouvernement des pays du G20 ont appelé à une réforme complète des marchés des dérivés OTC afin de réduire les risques de contagion et de propagation systémique. En particulier, ils ont convenu que les contrats sur dérivés OTC devaient être déclarés à des référentiels centraux (*trade repositories*), et que tous les contrats sur dérivés OTC normalisés devaient être compensés par des contreparties centrales (CCP) et, si possible, échangés sur des plates-formes d'échanges ou *via* des plates-formes de négociation électronique. Ils ont en outre spécifié que les contrats non compensés par

une CCP devront être soumis à des exigences de capital plus strictes et que des règles de dépôt de marges devaient être définies pour les négociations qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale.

La déclaration du G20 a donné un élan à plusieurs initiatives mondiales connexes, notamment aux travaux sur une réglementation accrue des infrastructures financières, sur la capitalisation des expositions des institutions financières vis-à-vis des CCP et sur la collatéralisation des opérations bilatérales. Pour atteindre le résultat souhaité par le G20, à savoir promouvoir la stabilité de l'ensemble du système, il est vital que ces réformes encouragent les institutions financières à utiliser des contrats standardisés et à les compenser *via* une CCP.

Cet article met en lumière les conditions qui prévalaient avant la crise sur les marchés des dérivés OTC et qui nécessitaient une réforme. Il détaille les efforts réglementaires récents et en cours visant à remédier à ces déficiences et à promouvoir la stabilité de l'ensemble du système. Pour conclure, il examine les évaluations prévues de l'incidence du programme de réforme et les problèmes potentiels qu'il faudra surveiller lorsque les marchés s'adapteront au nouveau cadre réglementaire.

---

## Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés OTC et défis restant à relever

MASAMICHI KONO

Président du Conseil d'administration, Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)

Co-président, Comité de pilotage CSPR-OICV

Cet article décrit les initiatives prises par les instances normatives, notamment l'OICV, organisme dont l'auteur préside le Conseil d'administration, afin de définir des normes internationales, ainsi que les efforts accomplis par les autorités de régulation des principaux marchés de produits dérivés OTC afin de respecter l'engagement,

pris à Pittsburgh par les dirigeants du G20, de réformer ces marchés. Le présent article a pour objectif de fournir une vue d'ensemble des réformes engagées ces dernières années aussi bien par les organisations internationales que par les autorités nationales des principaux pays concernés, ainsi que des principaux défis qui subsistent.

## LA COHÉRENCE DES RÈGLES INTERNATIONALES ET L'EXTRATERRITORIALITÉ

### Coordination internationale : la condition *sine qua non* du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré

MICHEL BARNIER

Commissaire européen chargé du Marché intérieur et des Services, Commission européenne

La dimension internationale de la réforme des marchés de dérivés de gré à gré est incontournable : ils représentent un encours notionnel d'environ 700 000 milliards d'euros fin 2011. La réforme de ces marchés trouve son origine dans les engagements internationaux pris par le G20 en septembre 2009 à Pittsburgh puis à Cannes en 2011. Ceux-ci fixent les objectifs de cette réforme : compensation centralisée obligatoire, standardisation, *reporting* à des registres de données, échanges de garanties sur les contrats non-compensés. La mise en œuvre de ces objectifs

fixés au niveau international repose sur l'adoption de législations nationales. Au moment où cette réforme est en train d'être effectivement mise en œuvre (mise en œuvre du Dodd-Frank Act et de l'*European Market Infrastructure Regulation* – EMIR), il est plus que jamais crucial que les nouvelles règles fixées au niveau national puissent fonctionner de manière harmonieuse au niveau mondial. Pour cela, deux conditions doivent être remplies : une harmonisation suffisante du contenu des règles et des mécanismes de coordination internationale efficace de l'application des règles nationales.

### Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière

CHARLES H. DALLARA

Ancien directeur général, Institute of International Finance

L'incidence extraterritoriale des réglementations nationales est devenue un sujet de vive inquiétude en raison de l'intensification des mesures réglementaires observée à la suite de la crise financière et ce, malgré les efforts du G20 pour promouvoir des normes mondiales en matière de réglementation du secteur financier. Le présent article souligne la nécessité de prêter une attention au plus haut niveau aux complexités pratiques, au caractère intrusif et aux inefficacités provenant de la portée extraterritoriale de certaines lois nationales. Il est crucial de renforcer et de promouvoir

de façon appropriée la coordination de la réglementation financière au niveau international, afin de prévenir les arbitrages réglementaires et d'éviter la fragmentation. Cet article met l'accent sur le rôle fondamental que le Conseil de stabilité financière devrait jouer pour favoriser l'intensification et la meilleure coordination des efforts déployées au niveau international pour limiter au maximum l'extraterritorialité des règles nationales et en réduire les inefficacités, afin de faciliter la réalisation sans heurt des objectifs du G20 et d'éliminer les obstacles aux activités transfrontières.

---

## La réforme du marché international des swaps – Promouvoir la transparence et réduire les risques

GARY GENSLER

Président, Commodity Futures Trading Commission

En 2010, le Congrès américain a voté un texte qui a fait date : le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (la loi Dodd-Frank). La CFTC a achevé à plus de 80 % ses travaux de rédaction de règles concernant la réforme du marché des *swaps*, conformément à ce que prévoit la loi Dodd-Frank, et désormais, le marché s'oriente de plus en plus vers l'application de ces règles de conduite de bon sens.

La réforme du marché des *swaps* vise à mettre le vaste marché des dérivés au service du reste de l'économie. Après la crise

financière de 2008, les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont convenu qu'il était temps d'introduire transparence et surveillance sur ce marché opaque des *swaps*. Depuis, on note des progrès sensibles dans le monde entier dans le sens de cette réforme. Nous continuons à travailler de manière coordonnée afin de mettre en œuvre les réformes critiques qui ont été décidées à la suite de la crise financière mondiale. Dans le monde entier, les régulateurs accomplissent des progrès notables, mais nous devons tous achever la tâche qui consiste à apporter de la transparence à ces marchés et à protéger le public.

---

## Les principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers définis par le CSPR-OICV : des vecteurs pour une convergence internationale

DANIELA RUSSO

Directrice générale des systèmes de paiement et des infrastructures de marché, Banque centrale européenne

De nouvelles normes internationales plus exigeantes relatives aux systèmes de paiement, de compensation et de règlement, axées notamment sur les contreparties centrales, ont été publiées en avril 2012 par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Ces « Principes pour les infrastructures de marchés financiers » (PIMF) apporteront un soutien important à la stratégie du G20 visant à améliorer la résistance du système financier, en s'attachant à promouvoir la compensation centrale et la communication d'informations liées aux opérations sur produits dérivés de gré à gré. Les membres du CSPR et de l'OICV avaient pour objectif d'adopter les nouvelles normes avant fin 2012. Les infrastructures de marchés financiers devront respecter ces normes dans les meilleurs délais. Les régulateurs et le secteur financier devront œuvrer de concert à l'échelle mondiale pour

garantir la convergence internationale du processus de mise en place en cours.

Le présent article examine et évalue la manière dont les « Principes » contribuent au programme mondial de réforme des marchés financiers, souligne la diversité des rôles et des fonctions attribués par les nouveaux « Principes » aux infrastructures de marchés financiers et aux régulateurs, explique pourquoi il est apparu nécessaire de procéder à une révision des standards réglementaires s'appliquant aux IMF, et présente plus en détail les exigences nouvelles et renforcées en matière de régulation qui sont apparues lors du processus de réexamen. Il met l'accent sur l'importance d'une mise en œuvre cohérente à l'échelle internationale afin de réaliser la convergence de la réglementation et explique comment la communauté des régulateurs entend y parvenir. Enfin, l'article présente une esquisse des principaux travaux en cours visant à élaborer un cadre de redressement et de résolution pour les IMF.

## LES RÉFÉRENTIELS CENTRAUX DE DONNÉES, LA TRANSPARENCE ET LES OUTILS DE PRÉVENTION FACE AU RISQUE SYSTÉMIQUE

---

### Une norme de transparence pour les dérivés

VIRAL V. ACHARYA

Professeur d'économie, **New York University Stern School of Business**

Si elle n'en est pas nécessairement la cause, l'exposition aux produits dérivés des grandes institutions financières contribue souvent au risque systémique. Néanmoins, les normes actuelles de déclaration relatives à cette exposition ne permettent pas d'évaluer la contribution des ces grandes institutions financières au risque systémique. Dans cet article, l'auteur explique comment, à l'inverse des règles actuelles, une norme de transparence faciliterait cette analyse des risques. Il montre également qu'il est possible d'introduire une telle norme en prenant l'exemple des informations que communiquent aujourd'hui les établissements financiers de premier

plan dans leurs rapports trimestriels. Ces informations contiennent souvent des données utiles sur les produits dérivés au niveau de chaque établissement, mais en raison de leur manque de standardisation, il n'est pas possible de les agréger afin d'évaluer le risque pour le système financier. L'auteur insiste sur la contribution importante que pourrait apporter la communication du « taux de couverture de marge » (*margin coverage ratio* – MCR), à savoir le ratio des actifs liquides d'un opérateur sur dérivés sur ses exigences conditionnelles en collatéral ou ses appels de marge en cas de rétrogradation significative de sa note de crédit.

---

### Nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide

MICHAEL C. BODSON

Président directeur général, **The Depository Trust & Clearing Corporation**

Dans le système financier actuel, qui est fondé sur la bonne exécution des transactions, le risque de crises systémiques associées à des défaillances de liquidité devient plus élevé lorsque l'information dont disposent les intervenants de

marché et les régulateurs concernant les flux de liquidité potentiels et la répartition des risques dans le système est imparfaite. Les référentiels centraux de données ont été conçus, en partie, pour traiter ce problème.

---

## L'importance de la qualité des données pour l'efficacité de la politique de stabilité financière – L'identifiant pour les entités juridiques : une première étape vers la nécessaire réforme des données financières

NIGEL JENKINSON

Conseiller, Conseil de stabilité financière

IRINA S. LEONOV

Membre du Secrétariat, Conseil de stabilité financière

Le succès de tout type d'activité de gestion des risques, y compris la surveillance de la stabilité financière et la mise en œuvre de la politique des autorités, dépend de la qualité, de l'exhaustivité et de la disponibilité en temps voulu des données nécessaires à l'analyse. Les récentes difficultés rencontrées sur certains marchés des dérivés négociés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) sont souvent attribuées à l'opacité de ces marchés et au manque de données cohérentes et exactes sur lesquelles aurait pu s'appuyer l'analyse interne (gestion des risques) et externe (supervision réglementaire). La qualité des données sur les marchés d'où les dérivés de gré à gré « dérivent » n'est généralement pas considérée comme sensiblement meilleure. Dans la pratique, la globalisation des marchés financiers impose de revoir l'approche analytique déployée pour la surveillance de la stabilité financière et pour l'élaboration de la politique des autorités. Il s'agit de passer d'un cadre traditionnel sectoriel procédant institution par institution à un nouveau cadre s'attachant aux risques

pour le système dans son ensemble et considérant le système financier comme un système adaptatif complexe. Ce nouveau cadre nécessite d'investir dans de nouvelles approches des données financières fondées sur la présentation et la définition uniformes (standardisation) des principaux éléments, qu'il s'agisse de référencer une entité, un produit, un instrument, un contrat, etc. Ces éléments peuvent être considérés, dans une approche analytique, comme des briques qui, une fois assemblées, permettront une agrégation flexible des données à même de servir des objectifs politiques multiples. Si l'initiative mondiale destinée à standardiser l'identification des entités sous une forme universellement acceptable, grâce au système de l'identifiant unique international, LEI (*legal entity identifier*), a connu des avancées substantielles, la question plus vaste et plus complexe de la standardisation de la description des produits/instruments/contrats financiers entre les différents marchés et pays demeure un défi important à relever pour les autorités.

---

## Transparence et stabilité financière

RODRIGO BUENAVENTURA

Chef de la division des marchés, Autorité européenne des marchés financiers

VERENA ROSS

Directeur exécutif, Autorité européenne des marchés financiers

Le manque de transparence était l'une des lacunes constatées sur les marchés financiers pendant la crise financière. Cela concernait non seulement les marchés de produits dérivés, mais aussi ceux des instruments obligataires et des produits structurés. Les initiatives réglementaires visant à renforcer la transparence des marchés de produits autres que des actions, et notamment des marchés de produits dérivés, ont suscité un certain débat. La relation avec la liquidité est au cœur de ces discussions, qui concernent également le niveau de compensation centrale des produits dérivés et

la structure du secteur des dérivés. En Europe, plusieurs initiatives visent à modifier le mode de compensation et de négociation des produits dérivés, et la stabilité financière est au centre de la logique qui les sous-tend. Dans cet article, les auteurs analysent les principaux éléments devant être pris en compte lorsque l'on traite du renforcement de la transparence pré-négociation et post-négociation sur les marchés de produits dérivés, ses relations avec la liquidité et l'efficacité et ses implications en termes de structure de marché, de stabilité financière et de protection des investisseurs.

## LES SWAPS DE DÉFAUT DE CRÉDIT ET LA STABILITÉ FINANCIÈRE

### L'évaluation des risques de contagion sur le marché des CDS

**MARKUS BRUNNERMEIER**

*Professeur d'économie, Edwards S. Sanford, Université de Princeton*

**LAURENT CLERC**

*Directeur de la stabilité financière, Banque de France*

**MARTIN SCHEICHER**

*Économiste principal, Comité européen du risque systémique*

Les auteurs évaluent le risque de contagion résultant des expositions sur le marché des CDS (*Credit default swaps* – dérivés sur événement de crédit). En nous appuyant sur des données uniques fournies par DTCC et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), nous analysons les principales caractéristiques du marché des CDS pour les entités de référence européennes. Nous constatons que l'activité sur ce marché est concentrée sur un petit groupe de banques internationales, que nous qualifions de « super propagateurs », étant donné leur niveau élevé d'interconnexion. Nous effectuons ensuite des analyses de contagion, qui tendent à montrer que les « effets domino » dans le réseau des expositions directes aux CDS ne sont

pas de nature à provoquer des catastrophes majeures. Toutefois, des phénomènes importants de contagion peuvent provenir des expositions directes aux actifs sous-jacents, comme les obligations d'État, ou encore des appels de marge ou des exigences supplémentaires en collatéral générés par des pertes sur les portefeuilles d'actifs corrélés. Au total, sur ce marché, les phénomènes de contagion semblent plus résulter des expositions indirectes que des liens contractuels directs entre participants de marché. L'article tire quelques enseignements sur le suivi et la réduction des risques de contagion et soulève des questions relatives aux débats en cours sur la réglementation des produits dérivés de gré à gré.

### Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée

**VIRGINIE COUDERT**

*Direction de la Stabilité financière, Banque de France*

**MATHIEU GEX**

*Direction des Études et des Relations internationales et européennes, Banque de France*

La perspective d'une restructuration de la dette grecque a été à l'origine : 1) de fortes craintes sur le risque systémique engendré par un défaut souverain sur le système financier européen ; 2) des doutes sur le fait que les *swaps* de défaut de crédit (*credit default swap* – CDS) seraient déclenchés à cette occasion et donc sur la capacité de ces instruments à couvrir le risque souverain. Pourtant, les CDS sur la Grèce ont été réglés à leurs détenteurs sans déclencher de crise majeure. Trois facteurs principaux expliquent ce succès. Premièrement, le fait que le règlement s'effectue sur les expositions nettes des

agents ; les montants en jeu sont alors beaucoup plus faibles. Deuxièmement, les vendeurs de protection provisionnent les montants nécessaires au règlement à travers des appels de marge réguliers, généralement quotidiens ; ces appels de marge ont d'autant mieux fonctionné dans le cas grec que le défaut avait été anticipé depuis longtemps. Troisièmement, le taux de recouvrement est établi par une procédure d'enchères, qui vise à ce que les sommes versées par les vendeurs de protection correspondent aux pertes constatées sur la valeur de marché des titres.

## LES CONTREPARTIES CENTRALES

---

### Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque

JACQUES AIGRAIN

Président, LCH.Clearnet

La faillite de Lehman Brothers et l'efficacité avec laquelle LCH.Clearnet a géré ce défaut en 2008 font partie des éléments ayant amené le G20 à décider d'imposer la compensation centrale des transactions sur les dérivés échangés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC). Les effets bénéfiques de la compensation centrale ont par la suite été confirmés par la gestion du défaut et la liquidation ordonnée des positions de MF Global après sa faillite en 2011.

Les contreparties centrales (CCP) continuent d'être renforcées par les différentes réglementations rentrant en vigueur en Europe et dans le reste du monde. Cependant, les autorités nationales devant opérer dans le cadre spécifique de leurs juridictions et mandats respectifs, on constate des différences dans la mise en œuvre pratique des orientations du G20. À ce titre, il est

important que les initiatives visant à assurer l'équivalence entre juridictions donnent des résultats concrets.

Des travaux restent à accomplir dans des domaines connexes, notamment en ce qui concerne le redressement et la résolution des CCP ainsi que le traitement des dérivés non compensés. L'incidence globale des réformes ne pourra être mesurée qu'à l'aune des avancées réalisées.

La structure du marché va évoluer et s'adapter au nouvel environnement qui devrait lui-même encore évoluer au gré des réglementations à venir sur l'accès et l'interopérabilité. S'il convient d'éviter toute évolution susceptible de menacer la stabilité du système financier, la concurrence et l'efficacité liées au choix dont disposeront les utilisateurs devrait conférer d'importants avantages aux intervenants de marché.

---

### Une compensation centralisée compatible avec les incitations

BRUNO BIAIS

Directeur de recherche, École d'économie de Toulouse

FLORIAN HEIDER

Économiste « sénior », Division de la Recherche financière, Banque centrale européenne

MARIE HOEROVA

Économiste, Division de la Recherche financière, Banque centrale européenne

Les pouvoirs publics du monde entier reconnaissent le rôle essentiel des contreparties centrales dans le renforcement de la stabilité financière. Des études récentes démontrent l'utilité de conférer un rôle accru aux contreparties centrales. Celles-ci peuvent constituer une garantie contre le risque de contrepartie grâce à la mutualisation, favoriser la mise en œuvre d'exigences de marges adéquates, permettre de réaliser des économies sur les garanties grâce à une compensation plus efficace et favoriser la transparence du marché. Les auteurs insistent néanmoins sur le fait que les

asymétries d'information sont importantes du point de vue de la compensation et qu'un arbitrage peut exister entre l'assurance *ex post* et l'incitation *ex ante*. Pour être bénéfique, la compensation centrale doit donc être compatible avec l'incitation. Les auteurs examinent de quelle manière les pratiques des contreparties centrales en matière de gestion du risque peuvent être définies afin de réduire les problèmes d'incitation. Les contreparties centrales elles-mêmes doivent être correctement gérées, faire l'objet d'une surveillance et leur environnement concurrentiel requiert un suivi attentif.

## L'accès aux contreparties centrales : son importance et son évolution

**TIMOTHY LANE**

*Sous-gouverneur, Banque du Canada*

**JEAN-PHILIPPE DION**

*Département des marchés financiers, Banque du Canada*

**JOSHUA SLIVE**

*Département des marchés financiers, Banque du Canada*

L'engagement pris par les dirigeants des pays du G20 pour que tous les contrats de dérivés de gré à gré standardisés soient compensés par des contreparties centrales (CCP) vise à accroître la transparence, la sûreté et la résilience du système financier mondial. Le succès de ces trois objectifs dépend dans une large mesure des conditions d'accès des intervenants de marché aux services de compensation des CCP. Il y a encore peu de temps, certaines grandes CCP compensant les dérivés de gré à gré appliquaient des critères d'accès – établis à l'époque de la compensation volontaire – qui n'admettaient que les plus gros courtiers mondiaux à titre de membres directs, et offraient des services limités de compensation

indirecte. On craignait donc qu'une augmentation de la compensation centrale des transactions sur dérivés de gré à gré n'entraîne une concentration accrue des risques au sein de ces établissements. En partie en réponse à cette préoccupation, des principes et des règles ont été mis en place pour élargir l'accès des opérateurs aux grandes CCP mondiales.

Le présent article traite des implications des modalités d'accès à la compensation centrale sur les plans de l'efficacité économique, de la sûreté de la CCP et du risque systémique. Il décrit également les mesures prises pour assurer un accès équitable et non discriminatoire à ces entités.

## Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution

**PAUL TUCKER**

*Sous-gouverneur, Stabilité financière, Banque d'Angleterre*

*Président, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement*

*Président, Comité de pilotage sur la résolution du Conseil de stabilité financière*

Les marchés de capitaux sont une composante essentielle du système financier, que ce soit pour lever des fonds ou pour transférer les risques. Ils seront encore plus importants à l'avenir, compte tenu du renforcement de la réglementation bancaire. Les autorités internationales coopèrent pour simplifier le réseau des transactions en imposant la compensation centrale des produits dérivés de gré à gré standardisés. Cela implique une concentration des risques autour des contreparties centrales, qui doivent donc être sûres et solides. La gestion du risque par les contreparties centrales constitue une première ligne de défense : il s'agit de

gérer les positions des adhérents compensateurs pour réduire la probabilité de défaut ; de veiller à ce que les mesures financières d'atténuation des risques soient suffisantes pour couvrir les pertes potentielles. En cas d'épuisement de ces possibilités, les contreparties centrales doivent disposer d'un plan global de redressement, comprenant des dispositifs *ex ante* afin de mutualiser les pertes résiduelles entre les adhérents non défaillants. Dans l'éventualité d'un échec du plan de redressement, les autorités doivent être en mesure de procéder à la résolution d'une contrepartie centrale en toute sécurité sans avoir recours au financement public.

## LE COLLATÉRAL

### Les garanties et les nouvelles possibilités offertes pour une gestion optimisée : une révolution industrielle

MARC-ANTOINE AUTHEMAN

Président, Euroclear

Les comportements plus prudents des acteurs du marché et les initiatives des régulateurs, en matière d'organisation du marché des dérivés ou de fonctionnement du système bancaire parallèle, conduisent à ce que l'utilisation du collatéral pour sécuriser les transactions ait pris ces dernières années et probablement pour longtemps une grande importance.

Le sujet ici traité est celui de la mobilisation effective et rapide de la plus grande masse d'actifs éligibles, quels que soient leur lieu et leur forme de détention – soit pour faire face à un besoin permanent soit pour répondre à des situations de crise. La question est abordée du point de vue de la place de marché que constituent de fait un dépositaire central tel qu'Euroclear et la communauté des banques dépositaires qui sont aussi ses clients. L'approche proposée vise en effet à développer un grand marché, ouvert et neutre, de la mobilisation du collatéral et à supprimer

les barrières techniques et commerciales qui fragmentent et renchérissent sa gestion – c'est ce qu'on a appelé une autoroute du collatéral, par opposition au concept plus restreint de carrefour. Le but est de pouvoir échanger comme collatéral, en divers lieux et non en un seul lieu et auprès de tout dépositaire participant, n'importe quel actif dès lors qu'il est reconnu, par les prêteurs privés, les chambres de compensation ou les banques centrales, comme éligible.

La réalisation de ce grand marché du collatéral prendra du temps mais d'importantes étapes seront franchies d'ici la fin de l'année. Déjà, tous les actifs détenus auprès d'Euroclear, chez un dépositaire national ou chez le dépositaire international, sont également mobilisables et aisément substituables. La mobilisation d'un panier d'actifs en euro auprès de la banque centrale sera opérationnelle à l'automne, au terme du projet conduit par la Banque de France, LCH.Clearnet et Euroclear.

### Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen

AERDT HOUBEN

Directeur, Département de stabilité financière, De Nederlandsche Bank

JAN WILLEM SLINGENBERG

Économiste, Département de stabilité financière, De Nederlandsche Bank

Dans le secteur financier, on observe une demande accrue de collatéral de grande qualité, c'est-à-dire liquide et assorti d'un faible risque de crédit. Cette tendance est alimentée par une plus forte aversion pour le risque depuis la survenue de la crise financière mondiale en 2008, ainsi que par les initiatives des régulateurs. Ceux-ci ont notamment imposé des exigences en matière de collatéral sur les marchés des dérivés et des exigences de liquidité pour les banques. À son tour, la collatéralisation croissante fait augmenter la proportion d'actifs gagés et non réellement disponibles dans les bilans bancaires, ce qui pourrait avoir des effets délétères sur le système financier. De fait, le recours à du collatéral ajoute à la complexité, à l'opacité et à l'interconnexion des

opérateurs. La part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires réduit également les possibilités de renflouement interne car il reste moins d'actifs résiduels pour les créanciers non couverts. Qui plus est, l'essor de la collatéralisation exacerbe la procyclicité résultant des décotes, des exigences de marges et des critères d'éligibilité du collatéral. Adoptant une perspective européenne, cet article décrit la récente hausse de la demande de collatéral et du volume des actifs gagés, en examine les conséquences et énonce des solutions envisageables par les autorités. Parmi ces solutions figurent une plus grande transparence, des limites prudentielles, un meilleur *pricing* des garanties et un renforcement des pratiques de gestion des risques.

---

## Marché des dérivés de gré à gré : évolution réglementaire et dynamique du collatéral

MANMOHAN SINGH

*Économiste sénior, Département de la Recherche, Fonds monétaire international*

Dans les prochaines années, les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales, les exigences réglementaires en matière de collatéral, les efforts des teneurs de compte conservateurs pour faciliter les flux de collatéral ou encore l'ampleur de la réutilisation du collatéral vont influencer sur la demande et l'offre mondiales de collatéral.

L'univers du collatéral a effectivement vocation à beaucoup évoluer. Le présent article examine notamment les récentes exigences réglementaires concernant le marché des produits dérivés de gré à gré (relatives aux contreparties centrales et aux transactions non compensées) et les nouveaux risques qui définiront ce marché.

## PERSPECTIVES D'AVENIR

---

### Dérivés de gré à gré : pour des marchés sûrs et efficaces, qui soutiennent la croissance économique

STEPHEN O'CONNOR

*Président, International Swaps and Derivatives Association*

En 2009, le G20 s'est engagé à renforcer le système financier et à améliorer le fonctionnement des marchés des dérivés de gré à gré en accroissant la transparence réglementaire et en réduisant le risque de crédit. Plus de trois ans après, les acteurs du secteur ont réalisé d'importants progrès en développant le recours à la compensation centrale ainsi qu'en parvenant à imposer une déclaration centralisée quasi-universelle des transactions par les opérateurs.

Aujourd'hui, toutefois, le système financier mondial et les opérateurs de marché font face à de nouveaux risques et

à de nouveaux défis. Les exigences proposées en matière de garanties pour les dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale pourraient avoir des effets procycliques et exacerber les perturbations sur les marchés financiers au lieu de les atténuer. Les restrictions portant notamment sur les ventes à découvert menacent la gestion prudente des risques et l'investissement dans l'économie européenne.

Il est important de surmonter ces défis afin de garantir des marchés financiers stables et solides, et une économie mondiale robuste, prospère et productive.

---

## Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré

FRÉDÉRIC OUDÉA

Président directeur général, Société Générale

Les produits dérivés sont un instrument vital de transfert des risques et constituent un outil essentiel permettant aux banques de fournir des solutions de financement et de gestion des risques à leurs clients. Ils sont utilisés par tous les types d'entreprises, dans tous les secteurs d'activité, partout dans le monde. Lors de la crise financière, les produits dérivés ont été perçus comme ayant eu une influence négative : en conséquence, les autorités et les autres acteurs ont pris des mesures pour rendre plus sûr ce marché et pour édifier un système financier plus robuste. Quatre ans plus tard, nous devons nous demander : sommes-nous sur la bonne voie et allons-nous dans la bonne direction ? Pour répondre à ces questions, nous devons tout d'abord comprendre les véritables enseignements de la crise financière. Il apparaît de plus en plus clairement que durant cette période les produits dérivés de gré à gré ont rempli efficacement leur fonction de transfert des risques. Des initiatives réglementaires essentielles, notamment en matière de compensation et de transparence, rendent aujourd'hui le système plus sûr. Cependant, de nouvelles initiatives pourraient avoir des incidences incertaines et entraîner des effets indésirables tels que :

- une augmentation significative des coûts pour les utilisateurs de produits dérivés, notamment pour les utilisateurs finaux ;

- une hausse de la fragmentation transfrontière des marchés ;
- un accroissement du risque réglementaire, car des mesures de mise en œuvre comportant d'importants effets structurels sont élaborées dans des conditions d'urgence (ce point est particulièrement sensible dans l'Union européenne où il n'existe pas d'allègement possible de la réglementation, comme aux États-Unis, par le biais de lettres d'engagement de non-recours judiciaire) ;
- une limitation de l'innovation, dans la mesure où les solutions personnalisées seront affectées par les pressions visant à la standardisation (y compris les exigences de marge).

Tous ces effets risquent de rendre prohibitif le coût de transfert des risques non standard, accroissant potentiellement le risque au sein du système.

Alors que les banques continuent d'aller de l'avant, en laissant derrière elles la crise financière et en cherchant à répondre aux besoins de leurs clients et à financer la croissance de l'économie, elles doivent poursuivre leur collaboration constructive avec les régulateurs sur la réforme financière. La tâche à laquelle sont confrontés les régulateurs et le secteur bancaire est complexe mais essentielle.

---

## La nouvelle réglementation des marchés OTC va-t-elle entraver l'innovation financière ?

AVINASH D. PERSAUD

Président, Intelligence Capital Limited ; Gresham College et London Business School

La compensation et le règlement centralisés des produits standardisés apportent des bénéfices au niveau individuel et systémique, avec peu de coûts. En revanche, la compensation centrale obligatoire des produits non standardisés ne serait pas une bonne idée. Pour parvenir au bon compromis, il faudrait que la compensation et le règlement non centralisés aient un certain coût (en termes d'adéquation des fonds propres, par exemple), ce qui encouragerait la compensation centrale de tous les produits standardisés tout en permettant l'existence de

produits non standards à condition qu'elle soit justifiée par le surcoût lié à la réglementation. Par ailleurs, des problèmes de concurrence se posent. La compensation centrale imposée par les régulateurs confère des pouvoirs monopolistiques aux compensateurs et aux institutions verticalement intégrées, et il faut des pressions concurrentielles en contrepoint, telles que l'obligation des compensateurs centraux d'accepter la compensation des transactions provenant de différentes plateformes d'exécution des transactions.